



**You have downloaded a document from  
RE-BUS  
repository of the University of Silesia in Katowice**

**Title:** Klauzula generalna istotnego wpływu informacji poufnej na cenę lub wartość instrumentu finansowego

**Author:** Anna Lichosik

**Citation style:** Lichosik Anna. (2016). Klauzula generalna istotnego wpływu informacji poufnej na cenę lub wartość instrumentu finansowego. W: L. Zacharko (red.), "Klauzule generalne w prawie krajowym i obcym" (S. 123-133). Katowice : Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego.



Uznanie autorstwa - Użycie niekomercyjne - Bez utworów zależnych Polska - Licencja ta zezwala na rozpowszechnianie, przedstawianie i wykonywanie utworu jedynie w celach niekomercyjnych oraz pod warunkiem zachowania go w oryginalnej postaci (nie tworzenia utworów zależnych).



UNIwersytet ŚLĄSKI  
W KATOWICACH



Biblioteka  
Uniwersytetu Śląskiego



Ministerstwo Nauki  
i Szkolnictwa Wyższego

Anna Lichosik

# Klauzula generalna istotnego wpływu informacji poufnej na cenę lub wartość instrumentu finansowego

## Wprowadzenie

Wprowadzanie przepisów prawa, które zawierają klauzule generalne, ma na celu nadanie normom prawnym elastyczności, umożliwiającej właściwe stosowanie prawa w zmieniających się warunkach społecznych i gospodarczych oraz wydawanie słusznych rozstrzygnięć w wyjątkowych przypadkach, odbiegających pod jakimś względem od sytuacji stypizowanej, opisanej w przepisach prawnych. W doktrynie wyróżnia się funkcję adaptacyjną oraz indywidualizacyjną klauzul generalnych. Regulacje zawierające klauzule generalne służą zapewnieniu zgodności norm prawnych i opartych na tych normach rozstrzygnięć indywidualnych z obowiązującymi w społeczeństwie normami pozaprawnymi, zwłaszcza moralnymi<sup>1</sup>. Problem klauzul generalnych nie sprowadza się wyłącznie do takiej lub innej techniki legislacyjnej czy też stosowanej przez ustawodawcę konwencji terminologicznej. Żadnemu ustawodawcy nie udało się zrealizować postulatu zupełności systemu prawnego, odpowiadającego za zmieniającą się rzeczywistość oraz pozwalającego na uwzględnienie w każdym rozstrzyganym przypadku uniwersalnych wartości, które składają się na pojęcie zarówno materialnej, jak i formalnej sprawiedliwości<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> P. Machnikowski, w: B. Burian, A. Cisek, M. Drela, W. Dubis, E. Gniewek, J. Gołaczyński, K. Gołębiowski, K. Górską, J. Jezioro, J. Kremis, P. Machnikowski, J. Nadler, J. Strzebinczyk, W. Szydło, K. Zagrobelny: *Kodeks cywilny. Komentarz*. Warszawa 2014, s. 15.

<sup>2</sup> M. Safjan: *Klauzule generalne w prawie cywilnym (przyczynek do dyskusji)*. „Państwo i Prawo” 1990, z. 11, s. 51.

Kwalifikacja danego stanu faktycznego do zakresu zastosowania danej normy prawnej z uwzględnieniem i zastosowaniem klauzul generalnych ma miejsce we wszystkich gałęziach prawa, w tym w ramach prawa rynku kapitałowego.

## Pojęcie klauzuli generalnej

Pod pojęciem klauzuli generalnej rozumie się zwrot niedookreślony zawarty w przepisie prawnym, oznaczający oceny funkcjonujące w pewnej grupie społecznej, do których odsyła ten przepis, przez nakaz uwzględniania tych ocen przy ustalaniu stanu faktycznego podpadającego pod daną normę<sup>3</sup>. Może tu chodzić o niedookreśloność różnego rodzaju, tzn. zarówno o niedookreśloność pojęciową, jak i zakresową. W pierwszym przypadku mamy do czynienia z niewyraźną treścią nazw, natomiast w drugim — z ich nieostrym zakresem. Niedookreśloność pojęciowa może wystąpić w dwóch typach — jako niedookreśloność rodzajowa oraz jako niedookreśloność gatunkowa. Z niedookreślonością rodzajową mamy do czynienia w przypadku, gdy odnosi się do samego *genus* pojęcia. Taka niedookreśloność miała miejsce na początku występowania zasad współżycia społecznego, gdy nie w pełni uświadamiano sobie, czy chodzi tu o oceny, czy o normy moralne. W przypadku niedookreśloności gatunkowej należy zaznaczyć, że dotyczy ona cech wyróżniających gatunek spośród rodzaju, a zatem np. w przypadku zasad współżycia społecznego, gdy nie wiadomo było, czy chodzi o normy moralne niebędące zarazem normami prawnymi itp.<sup>4</sup>

W doktrynie przeważa pogląd, że klauzulą generalną jest sam zwrot niedookreślony zawarty w przepisie, a nie zawierający go przepis, niezależnie od tego, że to nie klauzula odsyła, lecz przepis<sup>5</sup>. Takie ujęcie klauzul generalnych prowadzi do uelastycznienia procesu stosowania prawa oraz pozwala łagodzić jego rygoryzm, jednocześnie pomagając dostosować go do pozaprawnych, spo-

<sup>3</sup> Ibidem, s. 15; zob. szerzej Z. Ziemiński: *Stan dyskusji nad problematyką klauzul generalnych*. „Państwo i Prawo” 1989, z. 3, s. 14 i nast.; L. Leszczyński: *Praworządne stosowanie prawa a klauzule generalne*. „Państwo i Prawo” 1989, z. 11, s. 56; J. Czarzasty: *Przyczynek do problematyki klauzul generalnych*. „Państwo i Prawo” 1978, z. 5, s. 83 i nast.; K. Wójcik: *Z problematyki klauzul generalnych w prawie cywilnym*. „Studia Prawno-Ekonomiczne” 1981, T. 27, s. 87; W. Pańko: *Klauzule generalne kodeksu cywilnego w cywilnoprawnej regulacji obrotu uspołecznionego*. „Państwo i Prawo” 1969, z. 3, s. 491.

<sup>4</sup> Z. Radwański, M. Zieliński: *Klauzule generalne w prawie prywatnym*. W: Z. Banaszczyk, J. Frąckowiak, L. Górnicki, W.J. Katner, E. Łętowska, P. Machnikowski, K. Osajda, T. Pajor, M. Pazdan, T. Pietrzykowski, M. Pyziak-Szafnicka, Z. Radwański, W. Rozwadowski, M. Safjan, M. Zieliński: „System Prawa Prywatnego”. T. 1: *Prawo cywilne — część ogólna*. Red. M. Safjan. Warszawa 2012, s. 391.

<sup>5</sup> Ibidem, s. 390.

łecznie akceptowanych ocen<sup>6</sup>. Klauzule generalne związane są z odesłaniami do czegoś, co ma wymiar aksjologiczny. Odwołują się do ocen, które można rozumieć jako pewne przeżycia, aprobaty czy dezaprobaty, w tym przypadku odnośnie do pewnych faktów<sup>7</sup>. Ocena jednostki uzewnętrzniana jest między innymi poprzez sformułowanie wypowiedzi oceniającej bądź przez fakt, że dany człowiek realizuje pewne normy (reguły), które znajdują w owej ocenie aksjologiczne uzasadnienie<sup>8</sup>. Jednak to nie poszczególne konkretne oceny modyfikują zakres zastosowania danej normy prawnej, ale modyfikacji tej dokonuje przepis prawny<sup>9</sup>, który nakazuje przy ustalaniu stanu faktycznego przewidzianego przez daną normę prawną uwzględnić pewne oceny (ustalone dopiero w procesie stosowania prawa)<sup>10</sup>.

Klauzule generalne uważane są za jedno z najbardziej oryginalnych wytworów myśli prawniczej, będące wynikiem poszukiwania idei prawa pozwalającego sędziom (oraz innym podmiotom stosującym prawo w praktyce) na swobodne — w pewnym zakresie — dostosowywanie sztywnych reguł ustawowych (tzw. *iuris stricti*) na potrzeby konkretnych przypadków, których ustawodawca nie mógł przewidzieć oraz uregulować w abstrakcyjnych normach prawnych<sup>11</sup>.

Wśród negatywnego zakresu klauzul generalnych wskazuje się, że nie są one związane z sytuacją, gdy przepis wyznacza tzw. luz decyzyjny, gdzie w określonych granicach np. sąd może zasądzić od powoda kwotę do dziesięciokrotnej wysokości kosztów sądowych<sup>12</sup>. Nie odnoszą się one również do przypadków, gdy przepis jednej ustawy odsyła do przepisu tej samej lub innej ustawy, tj. do przypadków tzw. odesłań wewnętrznych<sup>13</sup>.

Ponadto należy zauważyć, że klauzule generalne jako jedna z technik legislacyjnych, jakimi posługuje się ustawodawca, zasadniczo nie pozostają w sprzeczności z ideologią państwa prawnego. Co jednak nie oznacza, że na pozytywną ocenę z konstytucyjnego punktu widzenia zasługują wszystkie klauzule generalne. W globalnym ujęciu zwroty te nie są jednorodną kategorią, która odgrywa jednoznacznie dodatnią rolę w budowaniu demokratycznego państwa prawnego. Zastrzeżenia mogą budzić odesłania do pojęć pozaprawnych, których

<sup>6</sup> Zob. szerzej na ten temat J.C. Kamiński: *Śluszość i prawo. Szkic prawnoporównawczy*. Kraków 2003, s. 25.

<sup>7</sup> Por. szerzej M. Zieliński, Z. Ziemiński: *Uzasadnienie twierdzeń, ocen i norm w prawodawstwie*. Warszawa 1988, s. 40 i nast.

<sup>8</sup> Por. Z. Najder: *Wartości i oceny*. Warszawa 1971, s. 46.

<sup>9</sup> Zob. np. art. 5 k.c.

<sup>10</sup> Zob. też J. Preussner-Zamorska: *Problematyka funkcjonowania klauzul generalnych na tle ustawy o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji*. „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 1997, z. 1, s. 102—103.

<sup>11</sup> T. Zieliński: *Klauzule generalne w nowym porządku konstytucyjnym*. „Państwo i Prawo” 1997, z. 11—12, s. 134.

<sup>12</sup> Zob. art. 423 k.s.h.

<sup>13</sup> Z. Radwański, M. Zieliński: *Klauzule generalne...*, s. 390.

treść ulega zmianie pod wpływem politycznego, społecznego bądź gospodarczego kontekstu<sup>14</sup>. Wobec tego nie można zgodzić się z poglądem, że wszystkie klauzule generalne stanowią zło (konieczne)<sup>15</sup>, niektóre bowiem są dobrem koniecznym<sup>16</sup>.

## Definicja legalna informacji poufnej

Definicję legalną informacji poufnej zawiera ustawa o obrocie instrumentami finansowymi<sup>17</sup>. W rozumieniu tej ustawy<sup>18</sup>, zgodnie z jej art. 154 ust. 1, informacją poufną jest — określona w sposób precyzyjny — informacja dotycząca bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jednego lub kilku instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania takich instrumentów, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a która po takim przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych. Przy czym dana informacja jest określona w sposób precyzyjny wtedy, gdy wskazuje na okoliczności lub zdarzenia, które wystąpiły lub których wystąpienia można zasadnie oczekiwać, a jej charakter w wystarczającym stopniu umożliwia dokonanie oceny potencjalnego wpływu tych okoliczności lub zdarzeń na cenę bądź wartość instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych. Mogłaby po przekazaniu do publicznej wiadomości w istotny sposób wpłynąć na cenę lub wartość instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych wtedy, gdy mogłaby ona zostać wykorzystana przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez racjonalnie działającego inwestora. W odniesieniu do osób zajmujących się wykonywaniem dyspozycji dotyczących instrumentów finansowych ma charakter informacji

<sup>14</sup> T. Zieliński: *Klauzule generalne w nowym porządku ...*, s. 147.

<sup>15</sup> Tak A. Strzembosz: *Klauzule generalne w prawie karnym*. W: A. Rzepiński: *Prawa człowieka w społeczeństwie obywatelskim*. Warszawa 1993, s. 108.

<sup>16</sup> Na temat pozytywnej oceny klauzul generalnych jako techniki legislacyjnej służącej „ekonomii ustawodawczej” zob. H. Hill: *Einführung in die Gesetzgebungslhre*. Heidelberg 1982, s. 114; T. Zieliński: *Klauzule generalne w nowym porządku ...*, s. 147.

<sup>17</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. Dz.U. 2014, nr 94 [dalej: ObrInstrFinU].

<sup>18</sup> Warto zauważyć, że ustawa o obrocie instrumentami finansowymi zawiera definicję legalną informacji poufnej, jednak pozostałe ustawy wchodzące w skład tzw. konstytucji prawa rynku kapitałowego odwołują się również do tej definicji, tj. ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2013, poz. 1382) czy ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1537).

poufnej również wtedy, gdy została przekazana tej osobie przez inwestora lub inną osobę mającą wiedzę o takich dyspozycjach i dotyczy składanych przez inwestora dyspozycji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, przy spełnieniu wcześniej określonych przesłanek. Zgodnie z ust. 2 przywołanego artykułu, w przypadku pochodnych instrumentów finansowych, których instrumentem bazowym jest towar, za informację poufną uważa się określoną w sposób precyzyjny informację dotyczącą bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku takich instrumentów, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a której przekazania, zgodnie z przyjętymi praktykami rynkowymi, mogliby oczekiwać uczestnicy tego rynku. W szczególności mogą oni oczekiwać przekazywania takich informacji, które powinny podlegać regularnemu udostępnianiu uczestnikom rynku, lub których ujawnienie jest wymagane, zgodnie z przepisami, umowami i zwyczajami obowiązującymi na danym rynku.

Ustawodawca definiuje informację poufną przez wskazanie cech zjawiska, do którego się odnosi. W definicji ustawowej zostały jej przypisane cztery przymioty o charakterze oceniającym, które ustalają jej znaczenie. Są to mianowicie: precyzyjność, pośredni lub bezpośredni związek z emitentem lub instrumentem finansowym, cecha nieprzekazania jej do publicznej wiadomości oraz możliwość istotnego wpływu na cenę lub wartość instrumentów finansowych. Możliwość wpływu informacji na cenę lub wartość instrumentu finansowego w doktrynie określana jest mianem cenotwórczości informacji poufnej. I to właśnie ta cecha, obok nieprzekazania informacji do publicznej wiadomości, wymieniana jest jako jeden z najważniejszych atrybutów informacji poufnej.

Warto zauważyć, że definicja legalna do przesłanki wpływu na cenę lub wartość instrumentu finansowego odwołuje się dwukrotnie. W pierwszym przypadku wpływ na cenę instrumentów finansowych stanowi konstytutywny element informacji poufnej, przy czym ustawodawca wymaga, aby wpływ ten był istotny. Natomiast w drugim przypadku ocena wpływu okoliczności lub zdarzeń tworzących informację na cenę lub wartość instrumentu stanowi niejako część składową kolejnej z konstytutywnych cech informacji poufnej, jaką jest jej precyzyjność. Potwierdza to, jak fundamentalne znaczenie dla oceny informacji poufnej ma jej cenotwórczy charakter.

## Istotność wpływu na cenę lub wartość

Wykładnia językowa definicji legalnej informacji poufnej pozwala wyodrębnić dwie cechy, których łączne wystąpienie konieczne jest do spełnienia przesłanki istotnego wpływu informacji na cenę lub wartość. Pierwsza z nich to hipotetyczny wpływ, jaki wywiera informacja na zmianę i kształtowanie się



cen instrumentu finansowego, który musi posiadać odpowiednią moc, tzn. musi być istotny. Druga cecha pozwala wykluczyć z grupy informacji mogących wywrzeć istotny wpływ na cenę wszystko to, co z punktu widzenia racjonalnie działającego inwestora, ze względu na brak możliwości dokonania prawidłowej oceny potencjalnego wpływu na cenę lub wartość danego waloru, nie powinno być wykorzystywane przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej<sup>19</sup>.

Atrybut istotności ma doniosłe znaczenie różnicujące w stosunku do szerokiego spektrum informacji na rynku kapitałowym. Wobec zastosowania kryterium istotności dochodzi do wyłączenia ze zbioru informacji treści o mniejszym znaczeniu, które nie wpływają w takim stopniu na cenę instrumentów finansowych, aby mogły zostać wykorzystane przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez racjonalnie działającego inwestora. Ustawodawca, mówiąc o informacji, która wpłynęłaby na cenę instrumentu finansowego, używa pojęcia niedookreślonego. Warunek taki dyskwalifikuje informacje, co do których jest oczywiste, że ich ujawnienie nie wywarłoby wpływu na cenę waloru, jak również te, które mogą wpłynąć w nieznacznym zakresie<sup>20</sup>. Nie oznacza to jednak, że prawdopodobieństwo istotnego wpływu ma graniczyć z pewnością<sup>21</sup>.

Informację można uznać za cenotwórczą w stopniu istotnym, jeżeli jej treść pozwala na przedstawienie prognozy dotyczącej potencjalnego wpływu jej upublicznienia na cenę instrumentu finansowego. Prognoza ta powinna przewidywać, że przekazanie określonej informacji do publicznej wiadomości nie tylko wpłynie na cenę określonego instrumentu finansowego, ale też wpływ ten będzie istotny<sup>22</sup>. Ocena wpływu informacji następuje *ex ante*, czyli jeszcze przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości<sup>23</sup>. Również zbadanie, czy racjonalny inwestor uwzględniłby daną informację, powinno być prowadzone na podstawie informacji dostępnych *ex ante*<sup>24</sup>, to bowiem opierając się na nich racjonalny inwe-

<sup>19</sup> Por. M. Górecki: *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i „insidera”*. „Czasopismo Kwartalne Calego Prawa Handlowego, Upadłościowego i Rynku Kapitałowego” 2007, nr 1, s. 74.

<sup>20</sup> A. Romanowska: *Informacje poufne w świetle nowych regulacji prawnych „insider trading”*. „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 9, s. 51.

<sup>21</sup> Zob. pkt 23 *CESR's Advice on Level 2 Implementing Measure for the proposed Market Abuse Directive*, December 2002, Ref: CESR/02.089d [dalej: wytyczne CESR].

<sup>22</sup> Por. T. Sójka: *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*. Warszawa 2008, s. 109.

<sup>23</sup> Zob. A. Chłopecki: *Informacja poufna w prawie papierów wartościowych*. W: *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Stanisławowi Soltyśsińskiemu*. Red. A. Nowicka, M. Kępiński. Poznań 2005, s. 384; M. Glicz: *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych*. „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 10, s. 55.

<sup>24</sup> Por. A. Romanowska: *Okresy zamknięte w prawie rynku kapitałowego a opcje menedżerskie*. „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 5, s. 19.

stor podejmuje decyzję inwestycyjną<sup>25</sup>. Jeżeli zmiana taka faktycznie nastąpiła, to stanowi to potwierdzenie, że informacja miała wpływ istotny<sup>26</sup>. Informacje *ex post* mogą posłużyć do zweryfikowania, czy informacje *ex ante* rzeczywiście miały wpływ na cenę, jednak nie powinno to być wykorzystywane przeciwko podmiotowi, który na podstawie dostępnych informacji *ex ante* wyciągnął rozsądne wnioski<sup>27</sup>. W konsekwencji oznacza to, że w rzeczywistości nie musi dojść do zmiany ceny instrumentu finansowego. Wystarczy sam stan realnego zagrożenia dla ceny instrumentu finansowego<sup>28</sup>. Ponadto dla kwalifikacji informacji jako istotnej bez znaczenia pozostaje kierunek zmiany ceny w wyniku jej wykorzystania; może dotyczyć zarówno wzrostu, jak i spadku. Ustawodawca nie wskazuje, jaka procentowa zmiana kursu waloru ma znaczący charakter<sup>29</sup>. Ustalenie, czy dana informacja mogłaby mieć istotny wpływ na cenę, każdorazowo wymaga wnikliwej analizy wszystkich okoliczności, które towarzyszą informacji<sup>30</sup>.

Zatem cecha istotnego wpływu nie znajduje wyjaśnienia za pomocą czynników ilościowych i obecnie trudno doszukać się miarodajnej metody kwantytatywnego określenia istotności wpływu informacji na cenę instrumentów finansowych, która uwzględniłaby daleko idące różnice między poszczególnymi instrumentami finansowymi, a także wyłączała czynniki pozarynkowe<sup>31</sup>. W polskiej literaturze przedmiotu dominuje pogląd, który neguje potrzebę szacowania potencjalnego, procentowego rozmiaru reakcji kursowej mającej być wynikiem upublicznienia określonej informacji<sup>32</sup>. W doktrynie niemieckiej

<sup>25</sup> Jako przykład informacji, które w sposób istotny mogą wpłynąć na cenę instrumentu finansowego, wskazuje się informacje o nabyciu lub zbyciu dużego pakietu akcji, o zamiarze ogłoszenia publicznego wezwania czy podjęcie decyzji o ogłoszeniu upadłości; zob. też A. Romanowska: *Informacje poufne w świetle ...*, s. 51.

<sup>26</sup> Tak też A. Chłopecki: *Informacja poufna ...*, s. 382.

<sup>27</sup> Zob. pkt 1 i 2 preambuły do dyrektywy 2003/124/WE.

<sup>28</sup> M. Glicz, w: M. Bączyk, R. Biskup, R. Blicharz, A. Błachnio-Parzych, A. Gawrysiak-Zabłocka, K. Glibowski, M. Glicz, S. Jakszuk, M. Marczuk, M. Michalski, R. Mroczkowski, T. Oczkowski, D. Opalska, S. Rudnicki, M. Rypina, P. Stanisławiszyn, A. Śmidowicz, P. Wajda, M. Wędrychowski, M. Wierzbowski, B. Wojno, K. Zacharzewski, P. Zapadka, K. Zaradkiewicz, P. Zawadzka: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. Warszawa 2012, s. 1484.

<sup>29</sup> Zob. Ch. Pawlik, in: *Kölner Kommentar zum WpHG*. Hrsg. H. Hirte, T.M.J. Möllers. Köln—Berlin—München 2007, s. 372.

<sup>30</sup> A. Romanowska: *Informacje poufne w świetle ...*, s. 51.

<sup>31</sup> Należy również zauważyć, że na przykład kwalifikacja informacji o zawarciu określonej umowy, utraty części aktywów w wyniku zdarzeń losowych czy planowanego połączenia z inną spółką jako informacji istotnych zależy nie tyle od znaczenia samej informacji, ile jej znaczenia dla określonego emitenta. Zdarzenie bowiem, które jest dla jednego emitenta brzemienne w skutkach, dla innego może okazać się zupełnie marginalne; zob. też M. Glicz, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1484.

<sup>32</sup> Tak A. Chłopecki: *Informacja poufna ...*, s. 384; M. Glicz: *Obowiązki publikacyjne...*, s. 55; K. Oplustil, P. Wiórek: *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych*



początkowo przyjmowano, że próg istotności ustalić można na poziomie 5% zmiany kursu akcji. Współcześnie stanowisko takie jest krytykowane z punktu widzenia analizy czynników motywacyjnych działających na racjonalnego inwestora. Kształtowanie się ceny instrumentu finansowego następuje na podstawie wielu zróżnicowanych czynników, wśród których kluczowe znaczenie ma rodzaj instrumentu finansowego oraz stopień wahania jego kursu<sup>33</sup>. Zamiast bądź oprócz wskaźników kwantytatywnych, wskazuje się również na uwzględnianie takich wskaźników, jak: płynność obrotu, stosunki cenowe pomiędzy instrumentami finansowymi, wielkość transakcji, popyt i podaż w danym czasie, informacje z rejestrów zleceń, dynamika zmiany cen pod wpływem podania do publicznej wiadomości nieznanych wcześniej informacji, a także zmiana regulacji prawnych oraz właściwości danego rynku<sup>34</sup>. Ponadto metody wyceny rynkowej instrumentów finansowych stosowane w naukach ekonomicznych<sup>35</sup> nie uwzględniają zakłóceń mechanizmów rynkowych spowodowanych nadużyciami przewagi informacyjnej<sup>36</sup>. Podkreślenia wymaga, że kształtowanie się ceny instrumentu finansowego może zostać zdeterminowane przez czynniki, także spoza sfery emitenta, które mają charakter spekulatywny i pozbawiony racjonalnych podstaw. Wobec tego wszelkie próby określenia istotności wpływu za pośrednictwem wartości ilościowych za pomocą wartości granicznych lub procentowych będą miały niewielką przydatność praktyczną<sup>37</sup>.

Drugim kryterium koniecznym do dookreślenia treści kryterium cenotwórczego charakteru informacji poufnej jest model racjonalnego inwestora, do którego ustawodawca odsyła wprost w art. 154 ust. 1 pkt 2 ObrInstrFinU. Model ten pozostaje w bezpośrednim związku z kształtowaniem się kursów instrumentów finansowych na rynku, decyzje inwestycyjne bowiem współkształtują ceny tych instrumentów<sup>38</sup>. Inwestor racjonalny zna mechanizmy rynkowe, posiada

---

na rynku kapitałowym. Cz. 1. „Prawo Spółek” 2005, nr 2, s. 5; T. Sójka: *Obowiązki informacyjne...*, s. 112.

<sup>33</sup> Tak K. Oplustil, P. Wiórek: *Europejskie i polskie regulacje...*, Cz. 1, s. 6.

<sup>34</sup> Zob. pkt. 24 i 25 wytycznych CESR.

<sup>35</sup> Na przykład analiza fundamentalna lub techniczna. Zwracając uwagę na kluczowe znaczenie komentowanej przesłanki, Komitet Europejskich Regulatorów Rynków Papierów Wartościowych zaproponował algorytm dla ułatwienia rozpoznania, czy określona informacja może zostać zakwalifikowana jako istotna. Obejmuje on takie elementy, jak: znaczenie danego zdarzenia w świetle całości działalności spółki; relewantność danej informacji, mając na względzie zasadnicze determinanty ceny instrumentu finansowego; wiarygodność źródła informacji; a także wszelkie zmienne rynkowe oddziałujące na dany walor. Zob. pkt 27 wytycznych CESR.

<sup>36</sup> Por. A. Szumański: *Źródła prawa, wartość i znaczenie gospodarcze akcji*. W: A. Chłopecki, M. Dyl, M. Michalski, L. Sobolewski, A. Szumański, I. Weiss: „System Prawa Prywatnego”. T. 19: *Prawo papierów wartościowych*. Red. A. Szumański. Warszawa 2006, s. 94.

<sup>37</sup> M. Glicz, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1484.

<sup>38</sup> Por. T. Sójka: *Obowiązki informacyjne...*, s. 109.

co najmniej podstawową wiedzę na temat obrotu bez angażowania podmiotów profesjonalnych, potrafi rozważyć zdarzenia przyszłe z odpowiednim stopniem prawdopodobieństwa<sup>39</sup>. Od inwestora racjonalnego można wymagać umiejętności dokonania selekcji informacji rynkowych, a także przetwarzania ich przy jednoczesnej akceptacji określonego poziomu ryzyka<sup>40</sup>. Konsekwencją działań racjonalnego inwestora jest podjęcie decyzji inwestycyjnej, która będzie właściwa z ekonomicznego punktu widzenia, czyli służąca osiągnięciu zysków lub uniknięciu strat. Racjonalny inwestor wyznacza optymalne zachowanie inwestycyjne, wykorzystując dostępne pozytywne oraz negatywne informacje, jednocześnie pomijając informacje nieprzydatne<sup>41</sup>. Racjonalny inwestor to *homo economicus*, a zatem podmiot dążący do maksymalizacji zysków i minimalizacji strat wynikających z dokonywanych transakcji. Przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych kieruje się on rachunkiem ekonomicznym, jednocześnie starając się unikać ich podejmowania pod wpływem pozaracjonalnych czynników, jak emocje<sup>42</sup>.

W literaturze przedmiotu wskazuje się, że nie jest takim inwestorem ani przeciętny szary obywatel, ani też profesjonalny inwestor, który ma szeroką wiedzę w zakresie inwestowania i dziedzin pokrewnych. Racjonalny inwestor to osoba potrafiąca zidentyfikować informację przekazywaną do publicznej wiadomości przez emitenta, w kontekście indywidualnej charakterystyki emitenta, i na tej podstawie podjąć przemyślaną, opartą na posiadanej wiedzy decyzję inwestycyjną<sup>43</sup>. W doktrynie przyjmuje się, że racjonalny inwestor bierze pod uwagę również informacje o zdarzeniach przyszłych i niepewnych. Zachowanie takie znajduje swe uzasadnienie w informacyjnej efektywności rynku kapitałowego, w myśl której jeżeli określona informacja została już upubliczniona, to dla inwestorów nie ma okazji do zarobku, kurs bowiem już ją uwzględnił. Inwestor może zyskać w przypadku, gdy pewne zakładane przez niego zdarzenia są niepewne i z upływem czasu się ziszczą<sup>44</sup>. Jak już wskazano wcześniej, wydaje się, że racjonalny inwestor będzie brał pod uwagę zdarzenia przyszłe i niepewne, jeżeli prawdopodobieństwo ich wystąpienia będzie większe niż 50%<sup>45</sup>.

<sup>39</sup> Ustawa o ofercie publicznej w warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz. Red. T. Sójka. Warszawa 2010, s. 325.

<sup>40</sup> Zob. T.M. Möllers, E. Kernchen: *Information Overload am Kapitalmarkt*. „Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht” 2011, Nr. 1, s. 14.

<sup>41</sup> M. Glicz, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 1485.

<sup>42</sup> Zob. T. Sójka: *Obowiązki informacyjne...*, s. 111.

<sup>43</sup> Zob. M. Pachucki: *Raportowanie informacji poufnych*. „Przegląd Prawa Handlowego” 2012, nr 5, s. 56.

<sup>44</sup> Tak T. Sójka: *Obowiązki informacyjne...*, s. 113.

<sup>45</sup> Ch. Pawlik, in: *Kölner Kommentar zum WpHG...*, s. 372.

Dokonując interpretacji pojęcia „racjonalny inwestor”, można również odwołać się do metody teorii podejmowania decyzji, w której kluczowe znaczenie ma pojęcie ryzyka. Ryzyko oznacza możliwość, prawdopodobieństwo wystąpienia lub niewystąpienia jakiegoś zdarzenia, bądź też może być rozumiane jako przedsięwzięcie, którego wynik jest nieznany i niepewny. Ryzyko inwestycyjne ma zatem charakter negatywny, natomiast celowość podejmowanych działań oznacza unikanie, oddalanie czy przynajmniej minimalizowanie jego skutków. Proces podejmowania decyzji inwestycyjnej pozostaje pod wpływem obiektywnych kryteriów obejmujących unikanie ryzyka, w tym wypadku polegającego na możliwości poniesienia straty w wyniku nietrafionej decyzji inwestycyjnej. Wystąpienie okoliczności lub zdarzeń mających wpływ na cenę instrumentów finansowych, a nieprzekazanych do publicznej wiadomości powoduje, że *de facto* inwestor podejmuje decyzję w warunkach niepewności, która wykracza poza zwykłe ryzyko inwestycyjne. U podstaw modelu racjonalnego inwestora leży założenie, że zawarte w treści informacji dane dotyczące inwestycji mających swe odzwierciedlenie w decyzji inwestycyjnej ich odbiorcy, który dysponując podstawową wiedzą w zakresie funkcjonowania rynku kapitałowego nie wykazuje skłonności do zachowań odbiegających od przeciętnych zachowań innych inwestorów, natomiast jego działanie jest ukierunkowane na osiągnięcie zysków oraz unikanie strat wynikających z nieprawidłowych decyzji<sup>46</sup>.

Wobec powyższego należy pamiętać, aby przy ustalaniu cechy istotnego wpływu informacji poufnej na cenę lub wartość instrumentu finansowego brać pod uwagę zarówno hipotetyczny wpływ, jaki wywiera informacja na zmianę cen instrumentu finansowego, jak również model racjonalnie działającego inwestora, który dokonuje oceny potencjalnego wpływu określonej informacji na dany walor.

## Podsumowanie

Uwzględniając klauzule generalne w stosowaniu prawa, można wyróżnić trzy poziomy kwalifikowania. W ramach pierwszego dokonuje się kwalifikacji pewnych ocen jako podpadających pod zakres danej klauzuli, w ramach drugiego poziomu kwalifikuje się dane fakty jako zgodne z oceną, a na trzecim poziomie kwalifikuje się konkretne odpowiednio ocenione fakty jako podpadające pod daną normę prawną<sup>47</sup>. W omawianym tu przypadku klauzula generalna istotności wpływu informacji stanowi zwrot niedookreślony, oznaczający

<sup>46</sup> Zob. P. Sokal: *Obowiązki informacyjne*, εμπερι (ω, Πρ.Σπ. 2012, νρ 3, s. 59.

<sup>47</sup> Z. Radwański, M. Zieliński: *Klauzule generalne ...*, s. 393.

ocenę stopnia wpływu konkretnej informacji na cenę lub wartość instrumentu finansowego. Skutkiem zamieszczenia w definicji legalnej informacji poufnej klauzuli generalnej jest fakt, że ocena oznaczona przez tę klauzulę musi zostać uwzględniona przez organ stosujący prawo przy ustalaniu stanu faktycznego i wyznaczaniu jego konsekwencji prawnych<sup>48</sup>.

---

<sup>48</sup> Zob. Z. Radwański, M. Zieliński: *Uwagi „de lege ferenda” o klauzulach generalnych w prawie prywatnym*. „Przegląd Legislacyjny” 2001, nr 2, s. 11.

Anna Lichosik

## General Clause of the Significant Influence of Confidential Information on the Price or Value of a Financial Instrument

### Summary

General clauses, as indeterminate phrases, allow to properly apply the capital markets law in changing social and economical conditions. This type of regulation is instrumental in passing fair judgments in special cases which differ from the typical circumstances described in legal regulations.

The general clause of the significant influence of confidential information on the price or value of a financial instrument constitutes an indeterminate phrase signifying the assessment of the level of influence of a particular piece of information on the price or value of a financial instrument. The result of including the general clause in the legal definition of confidential information is the fact that the assessment specified by the clause should be taken into account by the legal authorities while determining the circumstances and their legal consequences.

This particular model of regulation allows to use the existing legal regulations with more flexibility and, in consequence, to apply the existing law in a more optimal way, according to *ratio legis*.